2018 年 3 月 28 日

廖晨凯
C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK$)	7.5/7.5

公司基本资讯

产业别	银行
A 股价(2018/3/27)	5.98
上证指数(2018/3/27)	3166.65
股价 12 个月高/低	7.77/4.51
总发行股数(百万)	356406.26
A 股数(百万)	269612.21
A 市值(亿元)	16122.81
主要股东	中央汇金投资有限责任公司(34.71%)
每股净值(元)	5.73

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-11.9	-2.6	30.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-10-31	6.25	买入

产品组合

利息净收入	77.27%
非利息净收入	22.73%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.7%
一般法人	94.5%

股价相对大盘走势

工商银行(601398.SH/1398.HK) Buy 买入

年报点评：不良率逐季下降，净息差稳中提升

结论与建议：

工商银行发布年报，2017年全年实现营收7265亿，YOY增7.5%，实现净利2860亿，YOY增2.8%，对应4Q净利增4.68%，业绩基本符合我们的预期。收入端方面，源于净息差的回升及生息资产规模的稳健增长，全年净利息收入同比实现两位数增长，非息收入方面，同比仅增0.2%，主要受债券市场平淡带来的投行业务减少、保险行业监管影响代销保险收入等因素影响。公司资产状况持续改善，不良率连续四个季度改善，拨备覆盖率在资产状况改善的背景下回升至150%以上。目前公司估值处于较低水准，分红具有一定吸引力（股息率4%左右），我们维持“买入”的投资建议。

- **全年净利 YOY 增 2.8%，业绩基本符合预期：**工商银行发布年报，2017 年全年实现营收 7265 亿，YOY 增 7.5%，实现净利 2860 亿，YOY 增 2.8%，对应 4Q 净利增 4.68%，业绩基本符 合预期。
- **息差走阔及生息资产规模提升带动利息收入：**从收入端来看，受益于利息差回升（全年净息差 2.22%，同比上升 6BP）及生息资产规模扩大（截止 4Q2017，生息资产规模平均余额 23.46 万亿，YOY 增 7.43%），利息收入增长较快，YOY 增 10.6%，录得 5221 亿。非息收入增长较慢，同比仅增 0.2%，主要受债券市场波动、保险行业监管等因素影响，理财、债券承销、保险代销等收入同比下降。
- **不良逐季改善，拨备有望进一步回升：**从资产质量方面来看，不良贷款率 1.55%,较上年末下降 0.07 个百分点，今年来不良率逐季下降（1Q2017-4Q2017，不良率分别为 1.59%、1.57%、1.56%、1.55%）。从先行指标上来看,关注类贷款同比降 220 亿,占比 3.95%,同比下降 0.52 个百分点，逾期类贷款同比降 601 亿，在贷款中的比重下降 0.64 个百分点至 2.01%。不良资产认定更趋谨慎，不良/逾期 90 天贷款同比上升 14.95 个百分点至 135.56%。 从贷款投向来看，公司减少了对制造业、批发和零售等高不良率行业的信贷投放，更多的信贷资金投向交运、租赁和商业服务业等不良率较低行业。拨备方面，2017 年全年新增计提 2940 亿，回拨 1699 亿，确认核销 720 亿，净增 510 亿，在资产质量向好的背景下，拨备覆盖率录得 154.07%，同比提升 17.38 个百分点，为 1Q2016 以来首次回升至 150%水平。另外，结合新的监管要求，工行拨备覆盖率有望下调至 130%，拨贷比下调至 2.0%，预计工行不良确认及核销有望进一步加强。
- **盈利预测：**作为国内最大的商业银行，公司经营的稳健性在货币中性及金融去杠杆、MPA 考核等背景下优势明显：公司负债端存款比例高（80.3%），对同业负债的依赖程度相对较低，在金融严监管背景下游刃有余。我们预计公司净利分别为 3011 亿，3177 亿，分别增 5.24%、5.52%，对应 PE 分别为 7.18X、6.80X，对应 PB 为 0.96X、0.88X，H 股对应 PE 分别为 6.54X、6.20X，对应 PB 为 0.88X、0.80X，估值较低，公司分红具有一定吸引力（股息率 4%左右），给与“买入”的投资建议。

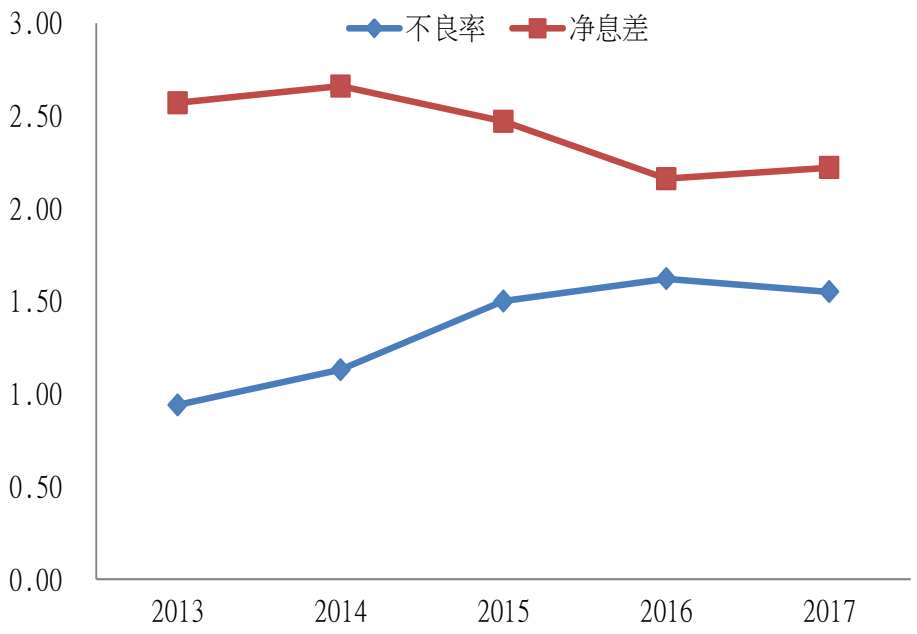
■

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	277,131	278,249	286,049	301,051	317,670
同比增减	%	0.48%	0.40%	2.80%	5.24%	5.52%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.77	0.77	0.79	0.83	0.88
同比增减	%	-1.31%	0.00%	2.80%	5.24%	5.52%
市盈率(P/E，A 股)	X	7.77	7.77	7.55	7.18	6.80
股利 (DPS)	RMB 元	0.2333	0.2343	0.2408	0.2450	0.2500
股息率 (Yield，A 股)	%	3.90%	3.92%	4.03%	4.10%	4.18%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

图 1:2013-2017 年公司不良率与净息差（%）



资料来源：Choice，群益上海整理

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业收入	697,647	675,891	726,502	775,298	846,005
净利息收入	507,867	471,846	522,078	593,359	656,558
净手续费及佣金收入	143,391	144,973	139,625	149,939	157,436
营业支出	338,112	315,576	364,660	396,208	445,898
营业利润	359,535	360,315	361,842	379,090	400,107
拨备前净利润总额	446,528	448,209	489,611	573,721	626,043
资产准备支出	86,993	87,894	127,769	194,631	225,936
利润总额	363,235	363,279	364,641	382,123	403,180
净利润	277,131	278,249	286,049	301,051	317,670

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
现金及存放央行款项	3,059,633	3,350,788	3,613,872	3,902,982	4,215,220
存放同业款项	211,559	270,058	370,074	444,089	510,702
交易性金融资产	343,272	474,475	440,938	462,985	486,134
持有到期投资	2,870,353	2,973,042	3,542,184	4,073,512	4,684,538
可供出售金融资产	1,444,195	1,742,287	1,496,453	1,571,276	1,649,839
客户贷款	11,652,812	12,767,334	13,892,966	15,155,837	16,533,502
固定资产	221,502	220,651	216,156	217,237	218,323
其它资产	347,004	368,232	335,012	341,712	348,546
资产总计	22,209,780	24,137,265	26,087,043	28,434,877	30,994,016
同业存放款项	1,788,267	1,516,692	1,214,601	1,238,893	1,263,671
客户存款	16,281,939	17,825,302	19,226,349	20,810,600	22,525,394
负债合计	20,409,261	22,156,102	23,945,987	26,111,831	28,461,896
股本(百万股)	356,409	356,407	356,407	356,407	356,407
股东权益总额	1,800,519	1,981,163	2,141,056	2,323,046	2,532,120
负债和所有者权益总计	22,209,780	24,137,265	26,087,043	28,434,877	30,994,016

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	1,131,764	239,221	121,283	497,423	285,976
投资活动产生的现金流量净额	-666,961	-468,932	-354,767	-496,887	-440,195
筹资活动产生的现金流量净额	-36,732	-50,786	178,588	30,357	52,720
现金及现金等价物净增加额	447,034	-251,930	-58,888	28,893	-102,500

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。